

國際證券市場發展動態



美洲地區



一、美國證管會聯手FBI調查電腦程式交易

近年來，有越來越多的避險基金及其他交易公司紛紛投入發展程式交易策略，因此美國證券管理委員會新成立的量化分析部門(QAU)，正與FBI展開合作，密切地監控這些運用程式交易策略的公司。

QAU主管Erozan Kurtas表示：「在過去十年裡，量化技術和電腦驅動型演算法的運用，大大的改變了整個金融市場結構，也給予監管機關帶來很大的挑戰。」Kurtas也認為：「如果你留意這類型公司，它們與傳統的金融投資公司不同，像是專門研究電腦演算的工程公司。」

QAU隸屬於美國證管會的調查機構，工作成員大都聘請自產業界專門研究交易系統、統計分析和數學模型，以及平均擁有超過十年經驗的博士。

QAU去年春季成立，成立的宗旨就在研究和解決程式交易策略相關問題，而員工的專業知識和技術將傳達給全公司及外部的合作單位，包括最近和FBI的討論會議，這一切都是為了發現市場運作的潛在風險。

一些批評者認為程式交易不但會破壞一

般投資人的信心，甚至加劇個股和股市的波動。相反的，部分支持者則認為它提供了市場深度，並減低市場的波動性。對監管機關的立場而言，它快速的發展步調，超過了目前監管機構所了解的專業知識，以致於增加市場運作的風險。

2012年春，美國證管會決定讓Kurtas領軍，帶領QAU專注應付當前高速發展的電子交易世界，當初主要成立的原因來自於2010年發生的「閃電崩盤(flash crash)」事件，此事件重創了美國股市。所謂的閃電崩盤事件即2010年5月6日，道瓊工業指數當日突然暴跌1,000點後，短時間內又迅速回升600點，造成股價劇烈波動的元兇，就是演算法交易。從該事件後，美國證管會隨即成立一個風險部門，並聘請量化分析人員專注研究市場的發展趨勢。

市場的進化持續挑戰著主管機關。2012年5月，由於納斯達克交易所的系統故障，使得Facebook公司在掛牌上市時，造成交易商重大虧損。過不久，一家程式交易公司Knight Capital Group(騎士投資集團)因為演算法軟體出錯，導致電腦瘋狂下單，最後造成4.61億美元的損失，幾乎要倒閉。這兩家公司目前還在接受調查。

Kurtas表示：「電腦科技的進步常對監管機關帶來困擾。自動化系統可以自行判斷執行很多決策，所以除非對這些程式化交



易系統有健全的監管機制，否則未來很可能會再發生騎士投資集團類似事件。」因此，Kurtas的工作團隊會定期與避險基金開會並分析其交易策略。

然而，不是每家公司都樂見此事。有些公司不願意分享他們私人的交易公式給政府官員，因為他們害怕這些人得到他們辛苦研發的交易策略後，就離職並加入業界，再利用這些策略得到好處。

藉由QAU這個調查機構，監管機關就能更了解市場情況，技術的進展，還有發現會傷害市場的程式交易。Kurtas說：「當我們可以分享這個領域的知識，並和其它相關管理單位合作，這點對投資人有很大的幫助。」

Kurtas也發現有些公司的技術創新已超過監管人員審查這些公司的能力，因為一般監管人員雖具備法律的背景，但欠缺財務工程方面之專業知識。此外，他們面對的是一個科技日新月異且千變萬化的金融交易活動，而金融監管法規卻不能及時更新，以致無法立即有效地防止這些弊端。

(夏斌威 摘譯整理自Financial Times及相關新聞, Mar. 2013)



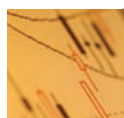
二、NASDAQ OMX集團打造ETP專門交易所

考量ETF日益普及，商品種類、檔數及交易量越來越大，Nasdaq OMX集團計畫於今（2013）年第二季將其旗下一個小型的交易所—PSX交易所，轉型為交易所交易商品（ETP）的專門交易平台，只交易ETF、ETC、ETN等各類ETP商品。

根據ETF市場調查機構XTF的統計，截至2012年底止，美國ETF整體市場規模成長23%達1.35兆美金，今年2月份日均成交值高達591億美金，且還在不斷擴張當中，其中透過NYSE Arca交易所成交的量高達20%，而Nasdaq則僅有10%交易市占率。為與NYSE Arca抗衡並抓住ETF市場成長機會，Nasdaq OMX集團已於3月8日正式向美國證管會（SEC）提交PSX的轉型申請計劃，將改變PSX的市場運作架構，由價格/委託量優先模式（Price-Size Priority）改為價格/時間優先模式（Price-Time Priority），讓PSX成為ETP專屬交易平台，並引進認可造市商制度（Designated Market Make Mechanism）。

PSX為目前全美交易所中唯一採用價格/委託量優先模式交易的交易所，也就是說，相同價格下，客戶委託單量越大，分到的成交股數越多，藉此吸引大宗客戶，並搶攻市占率。然而近年來美股市場總交易量每年以超過5%速度下滑，且高頻交易興起，小量多次下單的交易模式獨占鰲頭，因此PSX自2010年成立以來，交易市占率一直敬陪末座，近幾年皆不超過1%，年初至今甚至僅達0.8%，與之前設立PSX的目的相違。而相對股票市場成交量的下滑，ETF市場成交量則逐年成長，因此Nasdaq OMX集團此項轉型計劃被認為是價格/委託量優先交易模式的沒落，亦預示了ETF市場的崛起。

(吳逸萱 整理自The Wall Street Journal與相關報導, Mar. 2013)



三、紐約證券交易所修改其災難應變計畫

颶風桑迪（Sandy）去年侵襲紐約，導致美股休市兩天，紐約證交所計劃日後因災難而交易大廳須強制關閉時，以電子交易取代交易員買賣股票，使股市可繼續運作，有關計劃將提交美國證券交易委員會核准。

颶風桑迪於去年十月橫掃美國東海岸，當時交易所及股票經紀商都同意關閉市場，以減少工作人員的風險。這是120年來，美國股市首次因天氣因素而休市多日。整個事件也升起對金融單位是否有能力，處理未來災難之質疑，各個交易所也都再次檢視其應變計畫。

紐約一泛歐交易所集團計劃若因風暴或其他災害，導致該公司在紐約曼哈頓市中心的辦公地點無法使用或無法進入，將關閉紐約證交所以及較小的NYSE MKT交易所。轉以Arca電子交易系統為「主要市場」，負責制定股票的開盤價和收盤價，以為計算指數及基金評價的依據。

新提案將取代紐約證券交易所現有的備援措施，其中包括有限制性地開放紐約證券交易所和MKT證券交易所，以避免過大的買單及賣單超過Arca所能負荷的範圍。修改後的計畫取代原先部分開放的方式，交易所將會以Arca電子交易平台運作，而紐約證券交易所本身將關閉。長期來說，紐約證券交易所也計劃升級至完全電子化。

早自2009年，紐約證券交易所就已有該套備援計畫，但卻從來沒有實施過。當颶風桑迪接近時，以這套陌生的方式開盤也受到了來自銀行及經紀商的反對。這些

銀行及經紀商中，許多都從來沒有測試過這套程序，一些經紀商也認為，如果美國東岸發生大災難，股市不會開盤，也很少有客戶會在該時交易。

今年約有11%的美國證券在紐約證交所交易，其Arca電子交易平台則占了其中11.1%的交易量。雖然災難時，轉移到Arca電子交易平台的計畫，提供了一個暫時性的解決方案，紐約證交所也正在開發新的技術，以讓在主板上市的股票都能以電子方式開盤及收盤，而不像現在大約需要100名工作人員在交易大廳以人力運作。

其他交易所著重於將其災難備援系統與其主要業務做距離上的隔離，以避免有全區危險或交通擠塞的情況。儘管紐約地區是美國股市撮合買賣單的傳統電子系統中心，在過去的一年中，紐約證券交易所和一些電子交易公司，諸如Direct Edge的控股公司及BATS全球市場公司，全都將其備援系統轉至芝加哥。

美國第三大交易所Bats Global Markets自去年八月起，著手在芝加哥建立後備交易平台。納斯達克-OMX集團亦有災難應變中心在維吉尼亞州Ashburn，在納斯達克資料中心（位於紐澤西州Carteret）西南方大約236哩。且納斯達克可自其位於斯德哥爾摩的歐洲總部繼續營運美國市場。
(林昱廷 整理The Wall Street Journal, Mar. 2013)



四、巴西交易所調降經手費

巴西交易所計畫調降經手費，並鼓勵當沖，以刺激成交量。



巴西交易所從今(2013)年4月1日起，股票交易經手費將從成交金額的0.007%調至0.005%（0.5基點），降幅達28.5%；假設成交量不變，巴西交易所年收入將減少1,800萬至2,000萬巴西幣（約1,000萬美元）。

儘管巴西交易所宣稱，此次調降經手費係為回饋投資人，但市場研判，可能為因應虎視眈眈的潛在競爭者。日前美國第四大交易所Direct Edge，積極在巴西新設一全電子化交易平台“Direct Edge Brazil”；另外NYSE Euronext與巴西當地系統營運商ATG合資成立之交易平台，已於3月1日向巴西主管機關遞出交易所執照申請；BATS Global也曾表明有意進軍巴西市場。

在調降經手費的消息公布後，巴西交易所股價勁揚2.7%，為近一個月來當日最高漲幅，些許弭平今年以來3.8%的跌幅。

此外，巴西交易所亦計畫重新審視對散戶的結算交割及保管費，以及衍生性商品之交易費，包括利率及外匯期貨、農產品期貨等。目前衍生性商品收入占總收入41%，而現貨股票交易收入占48%。

在鼓勵當沖方面，當沖投資者將可享受有等同高頻交易之經手費折扣，目前當沖占總股票成交量的35%。

從4月1日起至12月1日，經手費調降將以折扣方式入帳，自12月2日起，將列為正式定價，同時，視市場交易情況再度調降經手費，合計調降幅度最高可達71%。若每日成交量超過130億巴西幣，經手費將

降至0.002%；若介於110億至130億巴西幣之間，經手費為0.003%；若介於90億至110億巴西幣之間，經手費為0.004%；若低於90億巴西幣，經手費則維持0.005%。今年1至2月之日成交量為75.6億巴西幣（38.4億美元）。

由於巴西交易所為目前巴西境內唯一的交易所，無論在交易、結算、交割等業務占有壟斷地位，新進交易平台如欲前進巴西市場，得自行建置結算交割系統，不然就必須高價向巴西交易所租用，但兩者均所費不貲。巴西交易所先前已表明，在2015年之前，不太可能提供結算交割等後台服務給其他交易平台，此番大幅調降經手費，無形又加深了巴西交易所產業的進入障礙。

巴西交易所總市值約1.4兆美元，全球排名第9大，共364家上市公司，尚有40家公司申請IPO中，但對照中國4,000家及印度7,000家上市公司，巴西市場仍有很大的成長空間。此外，全巴西1.9億人口當中，僅約60萬人開戶，不到總人口的1%。

（徐珮甄 整理自Reuters, March 5, 2013及相關新聞）



歐洲地區

五、德國聯邦參議院批准修法以打擊高頻交易

德國聯邦參議院於2013年3月22日表達支持限制金融市場高頻交易之法規，但此立法草案仍須進一步修正。

高頻交易者是用電腦演算法去產生大量且高速的自動交易，並利用微幅市價波動而獲利。由於高頻交易者投資持有的期間極短，因此市場上常將市場高度的波動以及市場崩跌風險的升高歸咎於他們。

德國聯邦議院於2月底通過的草案內容，將使高頻交易者受德國聯邦金融服務監管局(BaFin)的監督管制，雖並無強制要求最短投資持有期限，然法規中要求這些交易者必須取得交易許可後方可進行買賣。

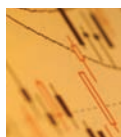
由德國反對黨控制的聯邦參議院在會議中表示，縱然草案中點出了高頻交易之風險，但卻沒有採取任何具體措施來解決此問題，並質疑是否應採用歐盟的解決方案，而不是德國所提出的方案。

然而針對歐盟境內的改革，預期至少也要到2015年才會付諸實行，德國交易所集團(Deutsche Börse)亦曾批評德國政府的決定過於倉促，並認為採取單邊行動會讓德國失去其業務商機。

德國聯邦參議院在會議中表示：「若將特定商品期貨交易與政府公債從高頻交易中剔除，或可降低週期性的強化交易與閃電崩盤之頻率，減少經濟體中之高風險危害因子。」而此次的立法草案仍須由德國聯邦總統簽署，預計將於今年稍晚後正式生效。

近十年來，參與高頻交易的公司迅速增加，在美國集中市場中，已高達約70%的日股票成交量為高頻交易者貢獻的，而在德國市場也已達40%。

(林芷玲 摘譯整理自Reuters及相關網站新聞, Mar. 2013)



六、盧森堡證券交易所規劃推出更有效率之基金銷售平台

盧森堡證券交易所宣布將與Swift Group合作開發新的基金市場基礎設施，以提升在全歐洲跨境基金的銷售效率。

盧森堡是歐洲最大的投資基金中心，盧森堡證券交易所經由其具備收集、傳送大量基金資料和文件能力的子公司Finesti與Swift進行合作，預計於2013年第三季推出一個新的技術平台，作為低成本、高效率的歐洲跨境基金銷售服務中心，初期服務將包括委託單管理、加值資訊服務等。


Swift基金部門負責人Edward Glyn表示：「新的銷售平台為由基金業者自行擁有和管理銷售通路，以標準化作業大幅改善歐洲基金通路效率。歐洲基金先前的交易作業成本為50歐元，相較之下，在美國僅需12美分。新銷售平台之目的為大幅降低歐洲所有基金交易參與者的成本。」

盧森堡證交所執行委員會的成員Dominique Valschaerts也表示：「市場參與者長期以來存在對高效率基金通路之需求，所以我們提供此項市場驅動的有效解決方案。」

(周楷峯 摘譯整理自盧森堡證交所新聞稿及Financial Times, Mar. 2013)



亞洲地區



七、日本批准成立首家場外衍生性商品數據庫

日本證券主管機關金融廳（Financial Services Agency of Japan, JFSA）批准了美國證券存託與結算公司（Depository Trust & Clearing Corporation, DTCC）設立數據庫的計畫，該公司將於2013年4月1日前營運，並成為日本首家提供櫃檯買賣衍生性商品市場資料之數據庫。


這家數據庫的成立，代表隨著各國證券主管機關對場外交易的監理日趨嚴格，市場參與者為達到法規遵循，必須加強市場基礎設施的建置。對於交易大多透過私下成交，缺乏透明性的店頭市場，各國主管機關規定必須成立保存詳細交易資料之儲存中心，以加強對潛在系統性風險的控管能力，部分美國的交易所也已自行建立資料儲存中心。

2012年11月起，日本成為G20國家中率先強制規定店頭衍生性商品進行集中結算之國家，並藉由市場數據庫的成立，為實施提升店頭衍生性商品市場透明度計畫的下一階段：店頭衍生性商品之詳細交易資訊及契約內容須向主管機關申報，預做準備。

東京為亞洲地區最活躍的店頭衍生性商品市場，交易量約占全球640兆美金的1/4，僅次於倫敦及紐約，亞洲其它地區加總則約占10%。DTCC的日本子公司核准就利率、信用、股票及外匯4種店頭衍生性商品進行數據庫服務，以商品為標的的衍生性金融商品交易資料服務則不須經主管

機關批准。該公司資本額預計為1億日幣（104萬美金）。

（曾羚 整理自Financial Times及相關新聞, Mar. 2013）



八、港滬深交易所合資公司發布可作為指數化商品標的之新指數

「中華證券交易服務有限公司」（以下簡稱中華交易服務公司）於3月18日發布二支新指數：中華交易服務中國A80指數（中華A80）及中華交易服務中國香港內地指數（中華香港內地指數），並將於同月授權金融機構使用指數發行相關衍生性商品。

中華交易服務公司由香港、上海及深圳等三家交易所合資成立，資本額3億港幣，三家交易所持股比例相同。中華交易服務公司總裁陳秉強表示，該公司於今年第3季亦將發行2檔指數期貨商品在香港交易所期貨交易平台交易。

陳秉強表示多家基金公司及金融機構對使用中華交易服務公司所編製的指數發行ETF、權證及其他結構型商品表達興趣，可能在本月進行首批指數授權。雖然他未透露預期取得新指數首批授權的公司名稱，但一般經紀商認為將會是已取得發行跨境ETF資格的公司。

ETF是在交易所上市的指數型基金，其交易方式與股票相同，但可實質追蹤特定族群股票整體走勢，投資人可藉此投資一籃子股票。

北京當局於2012年7月已批准數家基金公司發行追蹤香港藍籌股的ETF於上海或深圳證交所上市，同月香港證監會亦批准數檔追蹤中國大陸股票的ETF在香港交易所上市。

同時主管香港交易所的全球市場股權、固定收益和貨幣業務的陳秉強表示，市場對中華交易服務公司發布的指數需求很大，但與全球許多指數編製公司不同的是，本公司編製的指數著重於追蹤在中國大陸與香港跨境上市的公司。

中華交易服務公司3月18日發布2支新指數之特性如下：

1. 中華A80指數(CES China A80 Index)係由中華120指數中80家流動性最高、市值最大的滬、深證交所上市A股組成。
2. 中華香港內地指數(CES China HK Mainland Index)係以中華120指數中的40家流動性最高、市值最大、在香港交易所上市的中國大陸企業作為成分股。

以上2支指數均為中華120指數(CES China 120 Index)的次指數，中華120指數成分股係由80家流動性最高、市值最大的滬、深交易所上市A股，及40家流動性最高、市值最大的香港上市中國大陸企業股票所構成。

陳秉強表示中華交易服務公司計畫明年發布更多指數，其中可能包含追蹤諸如金融產業的特定類股指數，與追蹤跨境中小企業的指數。香港交易所亦將於第3季使用上開指數推出期貨商品，但僅限在港交

所交易。滬、深證交所目前尚無衍生性商品交易設施。

香港交易所於2011年8月，在當時任職中國大陸副總理李克強訪問香港之際，首次公布合資公司計畫。2012年6月，港、滬、深交易所簽署成立合資公司協議，為3方合作邁出第一步。

合資公司的設立時值香港交易所處於成交量下滑且新上市公司家數減少的困境，2012年日均成交量下跌23%。經紀商希望合資公司能提升港交所的競爭力及扭轉其劣勢。

(陳海靖 摘譯整理自南華早報, Mar. 2013)



九、新加坡交易所推動上市公司強化揭露永續發展報告

新加坡交易所(Singapore Exchange, SGX)正推動上市公司揭露更多永續發展實務細節。近期新加坡交易所與KPMG的共同研究顯示，新加坡上市公司對其履行社會和環境責任的細節揭露不足。

除提升永續發展揭露程度外，新加坡交易所亦可能研議為新加坡上市股票編製一支永續發展指數。在接受新加坡交易所與KPMG調查的100家公司中，只有13%採用國際認可標準提出永續發展相關事項的報告。

為利於提升揭露程度，新加坡交易所將會引入更多的工具協助上市公司編製報告。此外，也將提供協助散戶投資者的工具，例如：投資者閱讀永續報告的線上指引。



新加坡交易所執行長Magnus Bocker表示，資訊揭露或永續發展攸關我們資本市場未來發展的重要性日趨增加。投資者逐漸藉由投資在產業中具備永續發展最佳實務的公司及商品，以分散其投資組合。

房地產開發商City Developments是從1990年以來本地上市公司中，認可永續發展報告的價值且擁有良好永續經營績效的企業之一。該公司企業社會責任主管Esther An認為，隨著公司全球化業務的發展，必須與國際投資大眾溝通，尤其是機構投資者。機構投資者正在尋求在三項基本要求（triple bottomlines）均表現良好的公司，機構投資者不只關注金融面，還包括環境及社會面。著重永續發展的確可協助我們提升ESG（環境、社會以治理）績效，並有助我們與真正關注環境、社會及治理績效的國際投資者進行良好溝通。

但觀察者也表示大多上市企業和當地投資者尚未認知永續發展報告的重要性。從永續投資的全球發展趨勢觀察，亞洲的社會責任投資約為740億美元，僅占全球總金額0.6%，遠落後於歐洲、美國和加拿大。歐洲為占比最大的區域，高達65%。
(陳怡均 整理自Channel News Asia與相關報導, Mar. 2013)



十、印度孟買證券交易所將採用德國證券交易所之交易平台

印度孟買證交所（BSE Ltd.）與德國證交所（Deutsche Boerse AG）於3月13日一項聯合聲明中表示，孟買證交所的衍生性商品與現貨市場將依據雙方技術聯盟，

改採德國證交所所擁有的歐洲期貨交易所（Eurex）交易平台。

成立於1875年的孟買證交所為亞洲歷史最久的證券交易所，在聯合聲明中表示，計畫於2013年某個時間點，以歐洲期交所之交易平台取代其衍生性商品市場平台，其後再取代現貨市場平台。

歐洲期交所執行長暨德國證交所副執行長Andreas Preuss於聲明中表示，此項技術聯盟強化我們與孟買證交所的長期合作關係，並且是我們亞洲策略發展計畫中的另一項里程碑。德國證交所持有孟買證交所百分之五的股份，其持股比例為單一投資人的法定持股上限。

在一家印度經紀商於去年10月傳送許多錯誤委託單，及少數股票於2月出現異常鉅額賣出，引發投資人對印度國內交易系統穩定性感到憂心之際，孟買證交所決定採用Eurex之交易平台。

兩起異常事件皆在其競爭對手印度國家證券交易所（NSE）發生，雖然該交易所已表示其交易系統未受影響。

根據世界交易所聯合會（World Federation of Exchanges）的資料，印度國家證交所仍為印度股市的領導者，去年股票總交易值達5,261億美元，相較孟買證交所為1,103億美元。



(蔡孟芳 綜合整理自Reuters及相關新聞與參考資料, Mar. 2013)